



屏下光学龙头稳固, 前三季度业绩超市场预期

汇顶科技 (603160) 2019 年三季度报点评 | 2019.10.28

中信证券研究部



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



郑泽科
电子分析师
S1010517100002



胡叶倩雯
电子分析师
S1010517100004

核心观点

公司立足传统电容、触控芯片, 加速拓展屏下指纹光学芯片应用, 同时前瞻布局蓝牙、NB-IoT、3Dsensing 等物联网相关连接和交互芯片, 成长路径清晰。2019 年国产安卓端屏下指纹芯片加速渗透, 乐观预计出货量达 1.9 亿颗。此外公司在 5G 超薄屏下、LCD 屏下方面均有布局。我们上调 2019/2020/2021 年 EPS 预测至 4.84/5.29/5.92 元, 维持“买入”评级。

屏下光学龙头地位稳固, 前三季度业绩超市场预期。公司 2019 前三季度实现收入 47 亿元 (同比+98%), 实现归母净利润 17 亿元 (+437%), 业绩表现超市场预期, 我们认为一方面屏下光学指纹方案持续渗透, 公司作为龙头积极受益, 独家供应 HOVM 旗舰机型, 累计供应超 85 款, 相比 2019 年 4 月份的 32 款有翻倍提升; 另一方面公司前三季度其他收益达到 2.7 亿元, 去年同期 0.6 亿, 主要系政府补助和软件产品退税。分季度看, 公司 2019Q1/Q2/Q3 实现收入 12/17/18 亿元, 分别同比 +114%/+103%/+83%; 实现归母净利润 4.1/6.0/7.0 亿元, 分别同比 +204%/+548%/+237%。全年来看, 我们预计国产安卓端的屏下光学指纹芯片出货量达 1.9 亿颗, 公司市占率仍在 70% 以上, 占据主导地位。展望未来, 公司已经掌握适用于 5G 手机的超薄屏下指纹技术, 预计 Q4 进入量产, 同时 LCD 屏下指纹方面也有望于 2019 年内实现规模化商用, 助力公司新成长。

光学屏下指纹带动毛利率提升 17pcts, 期间费用率整体稳定。前三季度, 公司整体毛利率维持高位, 达到 61.37%, 同比 +17pcts, 2019Q1/Q2/Q3 分别为 61.4%/61.9%/60.8%, 分别同比 +20/+24/+8.9pcts。我们认为, 主要是行业竞争格局良好, 公司芯片和识别算法领先, 光学屏下指纹芯片单价下滑低于市场预期 (我们预计 2019 前三季度屏下指纹芯片 ASP 仍有 4-5 美金)。费用端整体稳定, 费用率同比微降 1.36pcts 至 10.13%。公司研发方面持续投入, 报告期内研发费用同比 +40% 至 7.2 亿元, 但研发费用率由于收入大幅增长同比 -6.3pcts 至 15.40%。

立足生物识别, 打造 IoT 领域的“Sensor+MCU+Security+Connectivity”综合平台。公司战略从消费电子类一代拳皇产品 (触控芯片、指纹芯片) 向 IoT 芯片综合解决方案转变, 有望进入长期增长轨道。具体产品包括 Sensor 领域的入耳检测和触控芯片、心率监测芯片; MCU 领域的安全系列系列芯片; Security 领域的指纹识别、3Dsensing、ToF; Connectivity 领域的超低功耗蓝牙以及 NB-IoT, 上半年发布 GR551x 系列已经实现蓝牙产品落地, 产品性能具备一定竞争力。公司前期收购 NXP 的语音及音频业务也是公司在 IoT 领域的布局之一, 后续有望推动智能音频放大器等芯片的国产替代。

风险因素: 新产品替代风险; 客户拓展不及预期; 产品单价及毛利率下滑; 中美贸易争端加剧。

投资建议: 公司立足传统电容、触控芯片, 加速拓展屏下指纹光学芯片应用, 同时前瞻布局蓝牙、NB-IoT、3Dsensing。2019 年屏下指纹方案加速渗透, 乐观预计国产安卓端的屏下光学指纹芯片出货量达 1.9 亿颗, 公司龙头地位显著, 整体市占率 70% 以上。同时公司在 5G 手机超薄屏下指纹, LCD 屏下指纹方面亦有布局, 有望 2020 年产生实质收入, 我们上调公司 2019/2021 年 EPS 预测至 4.84/5.29/5.92 元 (原预测为 3.97/4.41/5 元), 给予 2019 年 50 倍 PE, 对应目标价 241.97 元, 维持“买入”评级。

汇顶科技	603160
评级	买入 (维持)
当前价	198.25 元
目标价	241.97 元
总股本	456 百万股
流通股本	449 百万股
52 周最高/最低价	225.05/69.96 元
近 1 月绝对涨幅	-11.91%
近 6 月绝对涨幅	54.46%
近 12 月绝对涨幅	159.35%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,681.59	3,721.29	6,423.90	7,604.39	8,873.74
营业收入增长率	19.56%	1.08%	72.63%	18.38%	16.69%
净利润(百万元)	886.93	742.50	2,205.49	2,412.67	2,696.52
净利润增长率	3.51%	-16.28%	197.04%	9.39%	11.77%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.95	1.65	4.84	5.29	5.92
毛利率%	47.12%	52.18%	60.23%	58.56%	57.55%
净资产收益率 ROE%	25.44%	18.08%	36.53%	30.77%	27.46%
每股净资产 (元)	7.65	9.01	13.25	17.21	21.54
PE	102	120	41	37	34
PB	26	22	15	12	9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,682	3,721	6,424	7,604	8,874
营业成本	1,947	1,779	2,555	3,151	3,767
毛利率	47.12%	52.18%	60.23%	58.56%	57.55%
营业税金及附加	32	39	58	71	85
销售费用	223	322	514	575	716
营业费用率	6.04%	8.66%	8.00%	7.57%	8.07%
管理费用	657	924	1,203	1,369	1,597
管理费用率	17.85%	24.84%	18.72%	18.00%	18.00%
财务费用	-14	-1	0	0	0
财务费用率	-0.37%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益	0	65	22	29	38
营业利润	960	748	2,182	2,414	2,695
营业利润率	26.08%	20.10%	33.96%	31.74%	30.37%
营业外收入	1	0	39	14	18
营业外支出	1	2	5	3	3
利润总额	961	746	2,216	2,424	2,710
所得税	74	4	11	12	13
所得税率	7.66%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
归属于母公司股东的净利润	887	742	2,205	2,413	2,697
净利率	24.09%	19.95%	34.33%	31.73%	30.39%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,241	583	1,440	2,920	4,609
存货	526	403	517	759	847
应收账款	419	830	1,169	1,315	1,709
其他流动资产	1,873	2,734	3,461	3,520	3,519
流动资产	4,058	4,551	6,587	8,514	10,685
固定资产	160	169	162	154	145
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	63	117	117	117	117
其他长期资产	137	508	508	508	508
非流动资产	360	794	787	779	770
资产总计	4,418	5,345	7,373	9,293	11,454
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	280	322	436	520	648
其他流动负债	632	886	870	902	958
流动负债	912	1,208	1,306	1,422	1,606
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	30	30	30	30
非流动性负债	20	30	30	30	30
负债合计	932	1,238	1,336	1,452	1,636
股本	454	457	456	456	456
资本公积	1,274	1,453	1,410	1,410	1,410
归属于母公司所有者权益合计	3,486	4,107	6,038	7,842	9,818
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	3,486	4,107	6,038	7,841	9,818
负债股东权益总计	4,418	5,345	7,373	9,293	11,454

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	961	746	2,216	2,424	2,710
所得税支出	-74	-4	-11	-12	-13
折旧和摊销	27	36	17	18	19
营运资金的变化	150	324	-1,015	-385	-348
其他经营现金流	36	129	-88	24	13
经营现金流合计	1,100	1,232	1,120	2,070	2,380
资本支出	-71	-363	-10	-10	-10
投资收益	0	65	22	29	38
其他投资现金流	-1,145	-1,413	0	0	0
投资现金流合计	-1,216	-1,711	12	19	28
发行股票	444	132	-44	0	0
负债变化	0	208	0	0	0
股息支出	-273	-228	-228	-605	-715
其他融资现金流	91	-297	-3	-4	-5
融资现金流合计	263	-185	-275	-609	-720
现金及现金等价物净增加额	146	-664	857	1,480	1,689

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	19.56%	1.08%	72.63%	18.38%	16.69%
营业利润增长率	8.89%	-22.10%	191.67%	10.62%	11.67%
净利润增长率	3.51%	-16.28%	197.04%	9.39%	11.77%
毛利率	47.12%	52.18%	60.23%	58.56%	57.55%
EBITDA Margin	-2.85%	-20.22%	188.11%	9.36%	11.72%
净利率	24.09%	19.95%	34.33%	31.73%	30.39%
净资产收益率	25.44%	18.08%	36.53%	30.77%	27.46%
总资产收益率	20.08%	13.89%	29.91%	25.96%	23.54%
资产负债率	21.10%	23.16%	18.12%	15.62%	14.28%
所得税率	7.66%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
股利支付率	30.73%	30.75%	27.42%	29.63%	29.27%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。